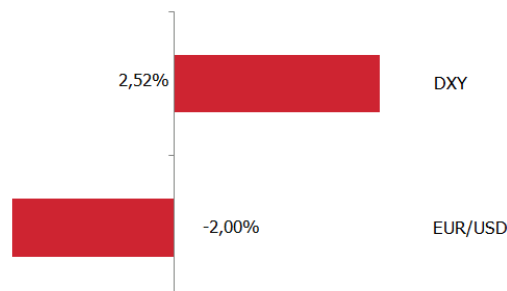


DOLAR CZEKA NA SYGNAŁ DO APRECJACJI

Słowa szefa Rezerwy Federalnej po czerwcowym posiedzeniu FOMC mocno zaskoczyły uczestników rynku. Ben Bernanke mówiąc między innymi, że w najbliższej przyszłości gospodarce Stanów Zjednoczonych potrzebne jest ciągłe luzowanie, skłonił inwestorów do rewizji swoich oczekiwań odnośnie rozpoczęcia wygaszania QE3 już we wrześniu. Uważamy jednak, że wrzesień to wciąż realny termin i wraz z poprawiającymi się danymi makro stawał się on będzie coraz bardziej prawdopodobny. To z kolei powinno przekładać się na umocnienie amerykańskiej waluty.



Rys. 1. Zmiany kursów: 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/USD	1,30	1,27	1,23

SYTUACJA TECHNICZNA



Rys. 2. Wykres dzienny kursu EUR/USD

Od niespełna roku eurodolar porusza się w szkic trendzie bocznym. Nieudany test minimum z przełomu marca i kwietnia bieżącego roku (1,2750) zapoczątkował dynamiczne odbicie do 1,32. Notowania dotarły do strefy oporu (1,3170 – 1,3230) wyznaczonej przez lokalne maksima z ubiegłego i bieżącego roku oraz zniesienia Fibonacciego ostatnich dwóch fal spadkowych. Przebicie tej strefy otworzy drogę do czerwcowego maksimum na 1,34. Jeżeli jednak w najbliższych dniach nie uda się przebić 1,3230, notowania powinny skierować się w kierunku wsparcia na 1,2750.

Rys. 3 Zmiany kursów: 30 dni

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA: USA

- Pozwolenia na budowę domów wyniosły prawie 90 tys. mniej niż zakładał konsensus prognoz (1000 tys.). Jeszcze bardziej zawiodły dane o rozpoczętych budowach domów. Dane te przeczą wcześniejszemu odczytowi indeksu NAHB obrazującego nastroje wśród firm budowlanych, który wzrósł po raz trzeci z rzędu i tym samym osiągnął najwyższą wartość od stycznia 2006 r.
- Produkcja przemysłowa wzrosła o 0,3 proc. m/m, czyli jedynie 0,2 proc. m/m. Wysokie wartości indeksu ISM dla przemysłu (ostatnio 50,9 pkt.) powinny przełożyć się na utrzymanie wzrostów produkcji).
- Dynamika zamówień w sektorze przemysłowym wzrosła do 2,1 proc. m/m, co jest trzecią największą wartością tego szeregu w tym roku. Odczyt ten nie był zaskoczeniem, bowiem konsensus był zaledwie o 0,1 pp. niższy.
- Dynamika inflacji konsumenckiej wzrosła do 1,8 proc. r/r z 1,4 proc. r/r.
- Obok inflacji, drugim ważnym parametrem polityki Fed jest stopa bezrobocia, która wzrosła do 7,6 proc. przy zmianie zatrudnienia w sektorze pozarolniczym o 195 tys.

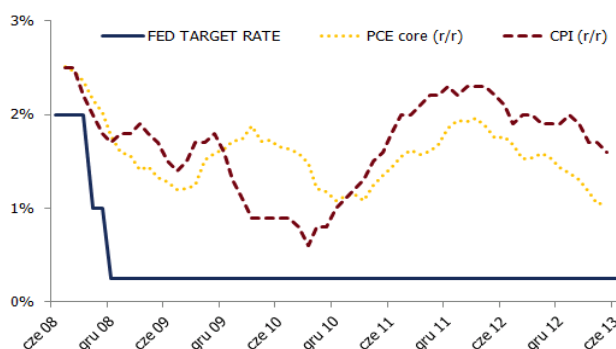


Rys. 4. USA: Rynek pracy



Rys. 5. USA: Rynek pracy i nastroje konsumentów

POLITYKA PIENIĘŻNA FED



Rys. 6. Polityka Fed

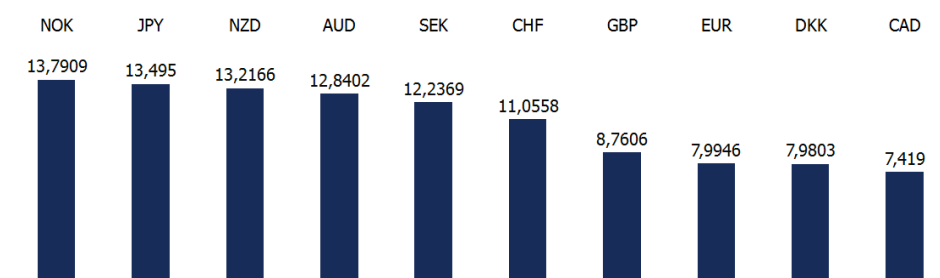
Spekulacje na temat ograniczenia comiesięcznych zakupów aktywów przez Fed znalazły potwierdzenie w treści wystąpienia Bena Bernanke przed Komisją ds. Usług Finansowych Izby Reprezentantów. Prezes Fed podkreślił, że FOMC nie ma jeszcze gotowego planu na wycofywanie się z QE3, jednak jeśli dane makro nie sprawią negatywnych niespodzianek, to program może być wygaszany już w tym roku. Z drugiej strony Bernanke nie wyklucza odwrotnych działań.

POLITYKA PIENIĘŻNA FED

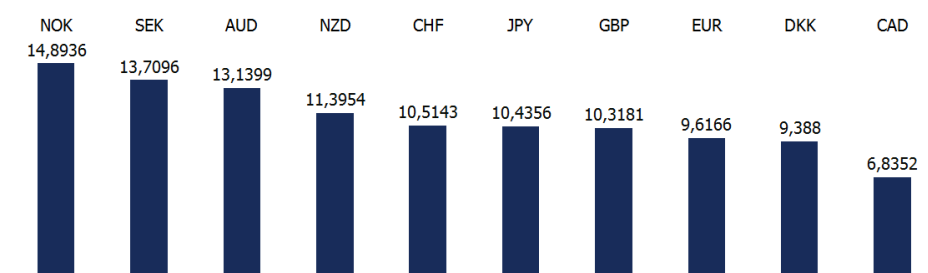
Inflacja (r/r) %	Cel inflacyjny %	Benchmarkowa stopa procentowa nominalna	Następna decyzja data	progniza
1,80	2,00	0,25	31 lipca	0,25

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
23 lip	Indeks cen nieruchomości - FHFA	maj
23 lip	Indeks Fed z Richmond	lipiec
24 lip	Indeks PMI dla przemysłu	lipiec
24 lip	Sprzedaż nowych domów	czerwiec
25 lip	Zamówienia na dobra trwałego użytku, wst.	czerwiec
26 lip	Indeks Uniwersytetu Michigan, fin.	lipiec
29 lip	Indeks podpisanych umów kupna domów	czerwiec
30 lip	Indeks cen domów S&P/Case-Shiller	maj
30 lip	Indeks zaufania konsumentów - Conf. Board	lipiec
31 lip	Raport ADP	lipiec
31 lip	Produkt Krajowy Brutto, wst.	II kw.
31 lip	Indeks Chicago PMI	lipiec
31 lip	Decyzja FOMC ws. stóp procentowych	lipiec
01 sie	Raport Challengeera	lipiec
01 sie	Indeks ISM dla przemysłu	lipiec
02 sie	Sytuacja na rynku pracy	lipiec
02 sie	Zamówienia w przemyśle	czerwiec
05 sie	Raport ISM dla usług	lipiec
06 sie	Handel zagraniczny	czerwiec
13 sie	Sprzedaż detaliczna	lipiec
14 sie	Inflacja producencka	lipiec

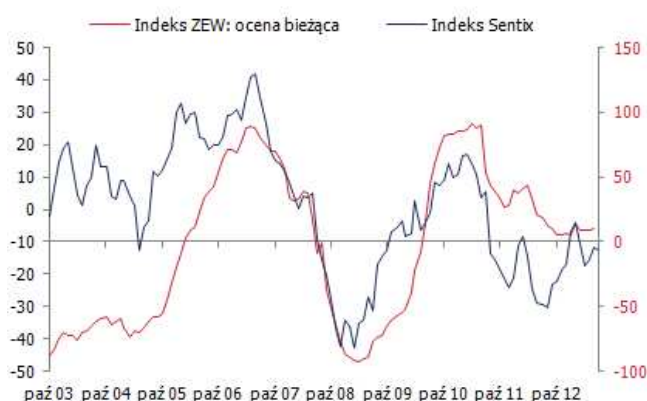


Rys. 7. Annualizowana zmienność walut G 10 względem USD (3 miesięczna)

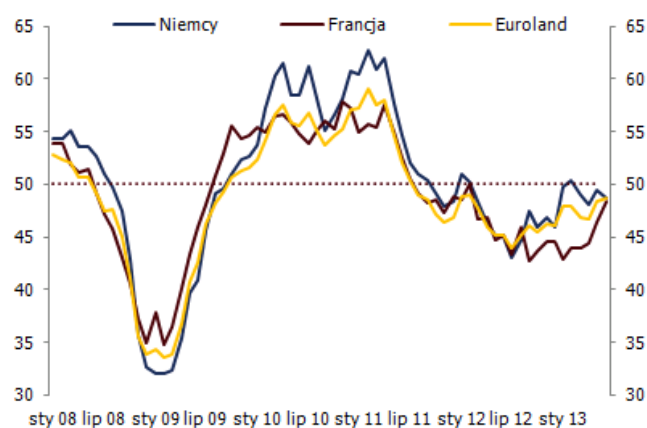


Rys. 8. Annualizowana zmienność walut G 10 względem USD (miesięczna)

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA: EUROLAND



Rys. 9. Indeksy ZEW i Sentix

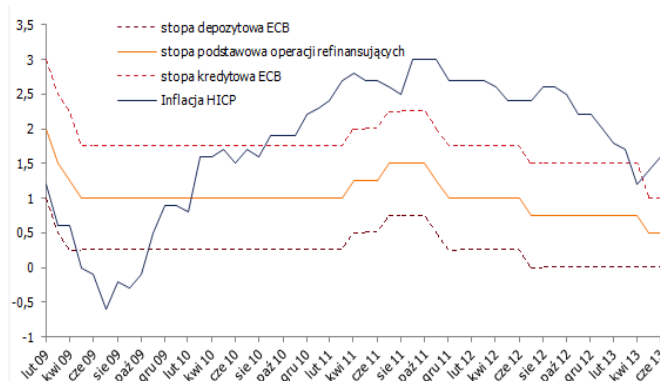


Rys. 10. PMI dla przemysłu

- Mimo że indeks ZEW wzrasta od końca 2011 r. to jego składowa dotycząca oczekiwań spadła. Oznacza to, że analitycy niemieckiej gospodarki wykazują coraz większy pesymizm. Oczywiście jeden odczyt nie zmienia ogólnej tendencji, jednak tracenie tempa przez Niemcy jest widoczne. Kolejnym potwierdzeniem będą przyszłe odczyty Ifo i PMI.
- Potwierdzeniem tych powyższych słów może być ostatni odczyt produkcji przemysłowej, która spadła o 1 proc. m/m, wobec oczekiwań na poziomie -0,5 proc. m/m. Odczyt ten był poprzedzony przez słabe dane o zamówieniach w niemieckim przemyśle.
- Inflacja konsumencka HICP w strefie euro przyspieszyła do 1,6 proc. w ujęciu rocznym. Tym samym jest to drugi miesiąc z rzędu wzrostu inflacji. Podtrzymanie tej tendencji będzie uniemożliwiać prowadzenie łagodnej polityki monetarnej przez ECB.
- Produkcja przemysłowa w strefie euro wyniosła -0,3 proc. m/m, co jest zbieżne z konsensusem rynkowym, który zakładał spadek o 0,2 proc. m/m.

POLITYKA PIENIĘŻNA ECB

Ostatnie posiedzenie Rady Prezesów zapoczątkowało nową fazę w dotychczasowej polityce pieniężnej strefy euro. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada nie zdecydowała się na redukcję stóp, jednak prezes Draghi po raz pierwszy zapewnił, że dotychczasowy, rekordowo niski poziom stóp będzie utrzymany przez wydłużony okres czasu. Nigdy wcześniej nie zdarzyło się, aby europejskie władze monetarne używały *forward guidance*, który w USA został zapoczątkowany wraz z publikacją komunikatu po posiedzeniu FOMC w sierpniu 2011 r.



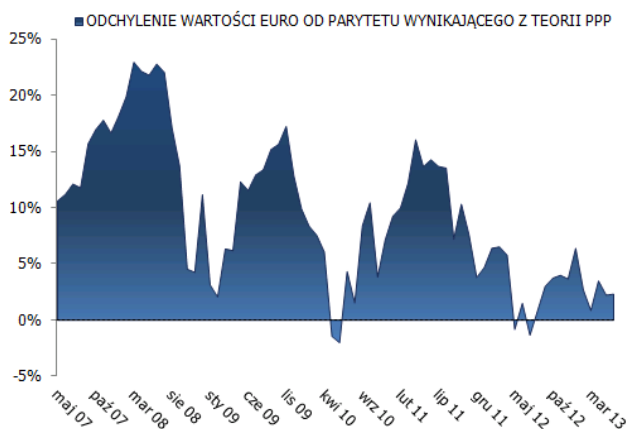
Rys. 11. Polityka ECB

POLITYKA PIENIĘŻNA ECB

Inflacja (r/r) %	Cel inflacyjny %	Benchmarkowa stopa procentowa nominalna	Następna decyzja data	proгноza
1,60	< 2,00	0,50	1 sierpnia	0,50

WYCENA FUNDAMENTALNA

PPP



Rys. 12. Odchylenie wartości euro od parytetu wynikającego z PPP

REER

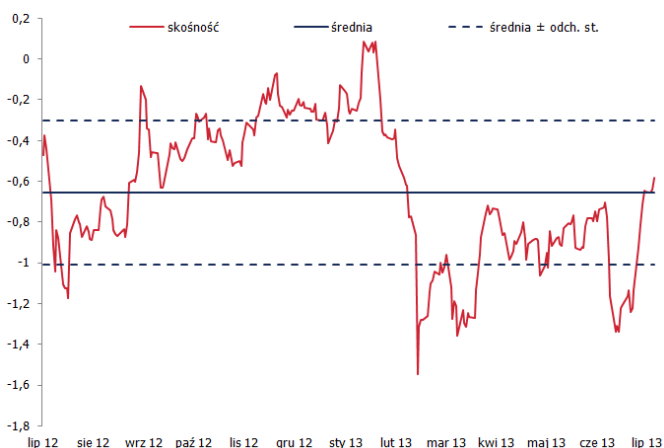


Rys. 13. Statystyka z-score dla REER euro

Wspólna waluta jest w świetle teorii parytetu sił nabywczych przewartościowana do dolara amerykańskiego. Nie jest ono jednak wielkie gdyż wynosi ok. 3 proc. Odchylenie kursu REER od średniej wskazuje z kolei na niedowartościowanie wspólnej waluty. Od około miesiąca jednak niedowartościowanie się zmniejsza.

SENTYMENT RYNKOWY

Skośność Risk Reversal



Rys. 14. Skośność strategii korytarzowej

Dane CFTC



Rys. 15. Euro: pozycje spekulacyjne netto (z-score)

Po raz pierwszy od lutego bieżącego roku skośność strategii korytarzowej wzrosła powyżej długookresowej średniej. Jednak mimo wzrostu wciąż oddaje negatywne postrzeganie przez inwestorów perspektyw wspólnej waluty. Bez trwałego powrotu pozycji spekulacyjnych netto powyżej zera nie można liczyć na długofalową aprecjację euro. Stabilizacja liczby krótkich pozycji to za mało, niezbędny byłby także wzrost liczby pozycji długich, a to w kontekście perspektyw polityki pieniężnej ECB i Fed jest skrajnie mało prawdopodobne.

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

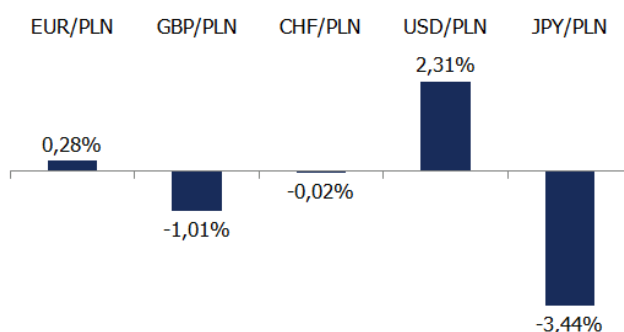
DATA	Kraj	PUBLIKACJA	OKRES
25 lip	DE	Indeks instytutu Ifo	lipiec
31 lip	DE	Stopa bezrobocia	lipiec
31 lip	EZ	Stopa bezrobocia	czerwiec
01 sie	DE	Indeks PMI dla przemysłu	lipiec
01 sie	EZ	Indeks PMI dla przemysłu	lipiec
01 sie	EZ	Decyzja ECB ws. stóp procentowych	sierpień
02 sie	EZ	Inflacja producencka	czerwiec
05 sie	DE	Indeks PMI dla usług	lipiec
05 sie	EZ	Indeks PMI dla usług	lipiec
05 sie	EZ	Indeks Sentix	sierpień
05 sie	EZ	Sprzedaż detaliczna	czerwiec
06 sie	DE	Zamówienia w przemyśle	czerwiec
07 sie	DE	Produkcja przemysłowa	czerwiec
08 sie	DE	Handel zagraniczny	czerwiec
13 sie	DE	Inflacja HICP	lipiec
13 sie	EZ	Produkcja przemysłowa	czerwiec
13 sie	DE	Indeks instytutu ZEW	sierpień
16 sie	EZ	Bilans płatniczy	czerwiec
16 sie	EZ	Handel zagraniczny	czerwiec
16 sie	EZ	Inflacja HICP	lipiec

TABELA KORELACJI

	Spread rentowności do niemieckich 10 - letnich obligacji																
	Włochy		Hiszpania		Francja		Belgia		Polska		Grecja		Portugalia		Irlandia		
	30 dniowa	90 dniowa	30 dniowa	90 dniowa	30 dniowa	90 dniowa	30 dniowa	90 dniowa	30 dniowa	90 dniowa	30 dniowa	90 dniowa	30 dniowa	90 dniowa	30 dniowa	90 dniowa	
EUR/USD	0,24	-0,03	0,26	0,03	0,20	0,01	0,14	-0,03	0,26	0,07	-0,06	0,06	0,15	0,01	0,40	-0,06	EUR/USD
EUR/PLN	0,30	0,26	0,22	0,16	0,03	0,13	-0,03	0,09	0,39	0,40	0,04	0,19	-0,20	-0,12	0,05	0,08	EUR/PLN
EUR/JPY	-0,29	-0,32	-0,33	-0,31	-0,20	-0,27	-0,29	-0,38	0,15	-0,21	-0,26	-0,22	-0,24	-0,25	-0,24	-0,08	EUR/JPY
EUR/GBP	-0,52	-0,38	-0,58	-0,39	-0,49	-0,24	-0,50	-0,31	-0,26	-0,25	-0,37	-0,20	-0,45	-0,34	-0,44	-0,23	EUR/GBP
EUR/CHF	-0,67	-0,51	-0,56	-0,53	-0,56	-0,23	-0,52	-0,34	-0,50	-0,32	-0,48	-0,37	-0,43	-0,43	-0,40	-0,08	EUR/CHF
EUR/NOK	0,34	0,16	0,29	0,16	0,38	0,16	0,49	0,23	0,65	0,42	0,32	0,19	0,22	0,10	0,32	0,03	EUR/NOK
EUR/CAD	0,42	0,00	0,37	0,04	0,33	-0,11	0,27	-0,09	0,52	0,14	0,22	0,09	0,13	-0,06	0,32	-0,05	EUR/CAD
EUR/AUD	0,18	0,08	0,24	0,15	0,21	-0,09	0,14	-0,06	0,33	0,19	0,22	0,13	0,36	0,16	0,29	0,02	EUR/AUD
EUR/CZK	-0,05	-0,20	-0,05	-0,21	-0,24	-0,25	-0,23	-0,27	0,09	0,02	-0,37	-0,26	-0,01	-0,15	-0,18	-0,16	EUR/CZK
EUR/BLR	0,06	0,04	0,06	0,02	0,25	0,05	0,22	0,08	0,30	0,16	0,34	0,21	0,22	0,19	0,19	-0,03	EUR/BLR
EUR/HUF	0,08	0,18	0,02	0,10	-0,08	0,15	-0,07	0,16	0,31	0,41	0,07	0,32	-0,09	0,00	-0,01	-0,07	EUR/HUF
USD/PLN	0,04	0,19	-0,03	0,08	-0,12	0,08	-0,12	0,08	0,08	0,20	0,06	0,08	-0,23	-0,09	-0,24	0,09	USD/PLN
USD/NOK	0,15	0,14	0,09	0,10	0,20	0,11	0,32	0,19	0,39	0,27	0,29	0,11	0,09	0,07	0,04	0,06	USD/NOK
USD/CAD	0,09	0,04	0,02	0,00	0,05	-0,11	0,08	-0,04	0,16	0,05	0,27	0,01	-0,06	-0,07	-0,20	0,02	USD/CAD
USD/JPY	-0,37	-0,30	-0,41	-0,32	-0,28	-0,27	-0,31	-0,36	-0,04	-0,25	-0,17	-0,25	-0,29	-0,26	-0,43	-0,05	USD/JPY
USD/BLR	0,14	0,18	0,19	0,20	0,23	0,07	0,25	0,15	0,44	0,32	0,42	0,31	0,20	0,24	0,27	0,05	USD/BLR
USD/CZK	-0,23	-0,08	-0,25	-0,14	-0,30	-0,14	-0,24	-0,12	-0,17	-0,04	-0,15	-0,18	-0,14	-0,09	-0,43	-0,04	USD/CZK
USD/CHF	-0,50	-0,22	-0,46	-0,27	-0,41	-0,12	-0,34	-0,14	-0,44	-0,21	-0,15	-0,23	-0,32	-0,22	-0,52	0,01	USD/CHF
USD/HUF	-0,10	0,15	-0,15	0,05	-0,19	0,11	-0,14	0,14	0,05	0,26	0,08	0,20	-0,17	-0,01	-0,27	-0,01	USD/HUF
AUD/USD	-0,01	-0,09	-0,06	-0,12	-0,07	0,09	-0,04	0,03	-0,15	-0,13	-0,25	-0,08	-0,24	-0,13	-0,01	-0,06	AUD/USD
GBP/PLN	0,53	0,42	0,49	0,35	0,29	0,24	0,24	0,25	0,46	0,44	0,22	0,26	0,07	0,11	0,27	0,19	GBP/PLN
GBP/USD	0,52	0,25	0,58	0,31	0,47	0,18	0,42	0,19	0,38	0,24	0,16	0,20	0,40	0,26	0,62	0,11	GBP/USD
GBP/JPY	-0,04	-0,16	-0,04	-0,15	0,04	-0,18	-0,05	-0,27	0,28	-0,12	-0,08	-0,15	-0,02	-0,12	-0,03	0,02	GBP/JPY
GBP/CHF	-0,01	-0,03	0,14	-0,04	0,06	0,04	0,10	0,03	-0,14	-0,02	-0,01	-0,10	0,12	-0,01	0,12	0,05	GBP/CHF
GBP/NOK	0,50	0,35	0,47	0,35	0,53	0,26	0,61	0,36	0,67	0,48	0,42	0,28	0,38	0,28	0,44	0,15	GBP/NOK
GBP/HUF	0,38	0,37	0,36	0,30	0,21	0,26	0,22	0,31	0,44	0,47	0,26	0,38	0,18	0,19	0,24	0,07	GBP/HUF
GBP/CZK	0,31	0,17	0,36	0,16	0,14	0,00	0,14	0,04	0,25	0,22	0,02	-0,02	0,28	0,15	0,15	0,07	GBP/CZK
GBP/CAD	0,68	0,33	0,68	0,37	0,59	0,10	0,55	0,19	0,58	0,33	0,42	0,25	0,41	0,24	0,55	0,15	GBP/CAD
GBP/AUD	0,38	0,29	0,46	0,35	0,39	0,04	0,33	0,11	0,41	0,31	0,35	0,23	0,51	0,34	0,44	0,14	GBP/AUD
CHF/PLN	0,51	0,46	0,40	0,39	0,25	0,22	0,18	0,24	0,50	0,47	0,22	0,34	0,01	0,12	0,20	0,10	CHF/PLN
	30 dniowa	90 dniowa	30 dniowa	90 dniowa	30 dniowa	90 dniowa	30 dniowa	90 dniowa	30 dniowa	90 dniowa	30 dniowa	90 dniowa	30 dniowa	90 dniowa	30 dniowa	90 dniowa	
	Włochy		Hiszpania		Francja		Belgia		Polska		Grecja		Portugalia		Irlandia		
	Spread rentowności do niemieckich 10 letnich obligacji																

POLSKA

Lipiec był ostatnim miesiącem obniżki kosztu pieniądza – obecna wartość stopy referencyjnej wynosi 2,50 proc. Decyzja ta ma swoje źródło w znacznym odchyleniu inflacji CPI od celu NBP, którego osiągnięcie jest zadaniem RPP. Ponadto występuje znaczne ryzyko kształtowania się inflacji poniżej celu w średnim terminie. Na konferencji prasowej dowiedzieliśmy się, że zdaniem prezesa NBP Marka Belki polska gospodarka najgorsze ma już za sobą. Zgadza się z tym poglądem, naszym zdaniem dynamika PKB w II kw. przyspieszy i wyniesie 0,7 proc. r/r., a jego średnioroczny przyrost wyniesie 1,0 proc.

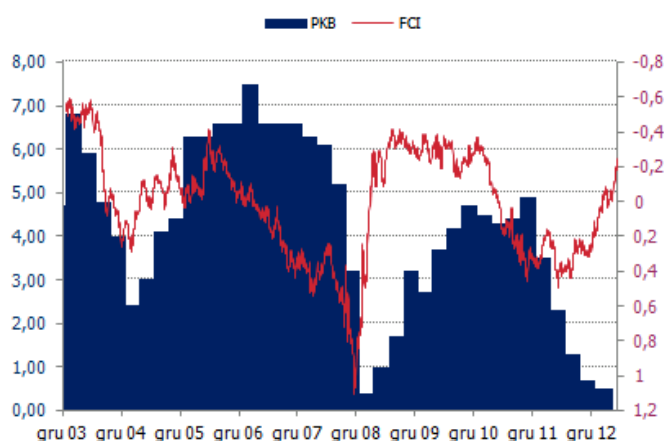


Rys. 16. Zmiany kursów 30 dni

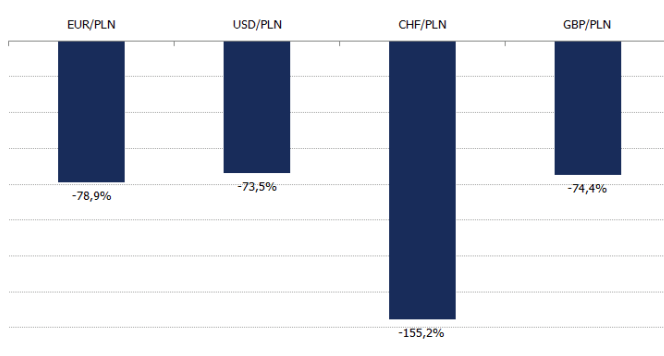
PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/PLN	4,25	4,22	4,15
USD/PLN	3,27	3,32	3,37

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

- Roczna dynamika inflacji konsumenckiej spowolniła do 0,2 proc., czyli najniższego poziomu od czasów kiedy GUS zbiera dane na ten temat. Trwająca od dziesięciu miesięcy dezinflacja jest najwyraźniejszym dowodem skali spowolnienia gospodarczego. Biorąc pod uwagę okresy hamowania inflacji w poprzednich latach (czyli dwie rozpoczęte we wrześniu 2002 r. i we wrześniu 2005 r.) obecna faza ma bardziej uporczywy charakter. Podtrzymujemy nasze prognozy o przyspieszeniu inflacji w drugim półroczu tego roku, co będzie spowodowane przez ożywienie gospodarcze. W ostatnim kwartale tego roku wskaźnik CPI wzrośnie o 1,3 proc. r/r, natomiast rok później już o 2,5 proc. r/r, co jest równoznaczne z osiągnięciem celu inflacyjnego NBP.
- Dynamika produkcji przemysłowej w czerwcu wzrosła do 3,0 proc. r/r, czyli do najwyższej wartości od siedmiu miesięcy. Konsensus prognoz wyniósł 1,5 proc. r/r (taka była również nasza prognoza). Publikacja ta wpisuje się w nasz scenariusz makro, który zakłada przyspieszenie koniunktury w drugiej połowie roku. Dowodem potwierdzającym nasze przewidywania jest dzisiejszy odczyt, który naszym zdaniem zapoczątkuje serię dobrych danych.



Rys. 17. PKB i indeks FCI



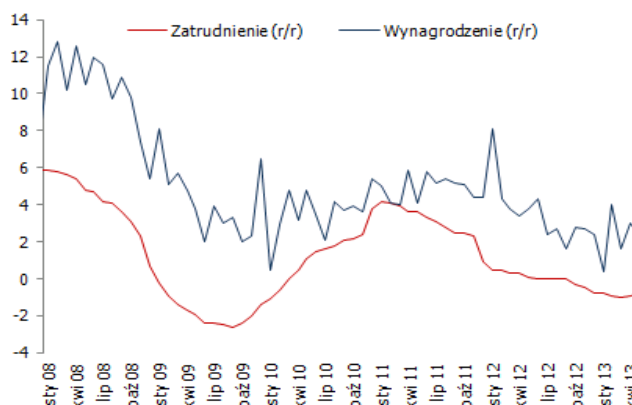
Rys. 18. Odchylenie kursu złotego od PPP

POLITYKA PIENIĘŻNA

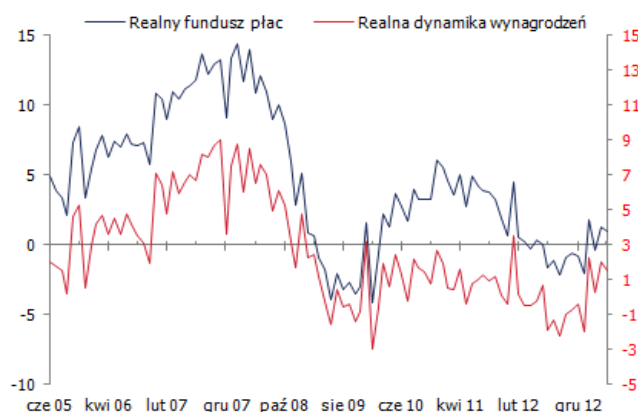
Na ostatnim posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała o kolejnej obniżce stóp procentowych, która kończy cykl luzowania trwający od listopada ubiegłego roku. W trakcie tego okresu Rada sprowadziła stopę referencyjną do wartości 2,5 proc., a sumaryczna wartość ośmiu redukcji kosztu pieniądza wyniosła 225 pb.

Oprócz decyzji RPP poznaliśmy również projekcje makroekonomiczne przygotowane przez Instytut Ekonomiczny NBP. Jego dokładną analizę i porównanie z naszym stanowiskiem znajdziecie Państwo Opinii TMS zatytułowanej „*Perspektywy polskiej gospodarki*”. W tym miejscu w skrócie przypominamy, że rewizja prognoz PKB jest nieznaczna w porównaniu z marcowym raportem o inflacji, a największa zmiana dotyczy tego roku, który jak się okazało jest znacznie słabszy niż wcześniej oczekiwano. Zrewidowanie w dół trajektorii PKB można przypisać przedłużającej się stagnacji w gospodarce Eurolandu oraz endogenicznym. Tym co odbiega od konsensusu rynkowego jest prognoza inflacji. Redukcja jej dynamiki w 2013 r. o 0,8 pp. ma swoje źródła we wcześniejszym niedoszacowaniu spadku dynamiki inflacji bazowej oraz cen energii, natomiast rewizja prognoz w dalszym horyzoncie to pochodna ujemnej luki popytowej, która do końca 2015 r. zmniejszy się do ok. -1,5 proc. PKB.

W wywiadzie dla agencji Reuters prezes NBP Marek Belka przyznał, że prognozy IE są zbyt pesymistyczne i powinny być traktowane jako najgorszy scenariusz. W ostatniej decyzji potwierdzenie znajdują również nasze prognozy. Na konferencji prezes Belka jasno stwierdził, że była to ostatnia obniżka tego cyklu, co tym samym oznacza, że Rada nie powinna zmienić stóp do końca roku.



Rys. 19. Zatrudnienie i wynagrodzenia



Rys. 20. Fundusz płac i wynagrodzenia



Rys. 21. Sektor przemysłowy

POLITYKA PIENIĘŻNA NBP					
Inflacja (r/r) %	Cel inflacyjny %	Benchmarkowa stopa procentowa nominalna	realna	Następna decyzja data	prognoza
0,20	2,50 (+/- 1)	2,50	2,30	4 września	2,50

SYTUACJA TECHNICZNA

EUR/PLN



Rys. 22. Wykres 4-godzinowy kursu EUR/PLN

USD/PLN



Rys. 23. Wykres dzienny kursu USD/PLN

Kurs EUR/PLN przełamał linię krótkoterminowego trendu wzrostowego i zniżył do najniższego poziomu od miesiąca (4,23). Obecnie na interwale 4-godzinowym zarysowuje się dywergencja z oscylatorem RSI (14) oraz stochastycznym wolnym (które dodatkowo osiągnęły poziomy wyprzedzenia), czyli zachodzi typowa sytuacja zwiastująca odwrócenie trendu lub przynajmniej krótkoterminową korektę. Najbliższe wsparcie to strefa (4,20 – 4,22), natomiast opór 4,2650.

Po „odbiciu” od górnej bandy kanału wzrostowego, w który notowania poruszają się od początku roku, kurs USD/PLN rozpoczął silne zniżki. Spadki zatrzymały się tuż nad strefą wsparcia wyznaczoną przez zgrupowane znieśienia Fibonacciego (3,2070 – 3,2150). Obecnie oscylator stochastyczny, który w ostatnich miesiącach dawał stosunkowo dobre sygnały kupna wchodzi w strefę wyprzedzenia. Nieudany test wspomnianej strefy wraz z przecięciem średnich na oscylatorze stochastycznym stanowić może zwiastun nadejścia fali wzrostowej.



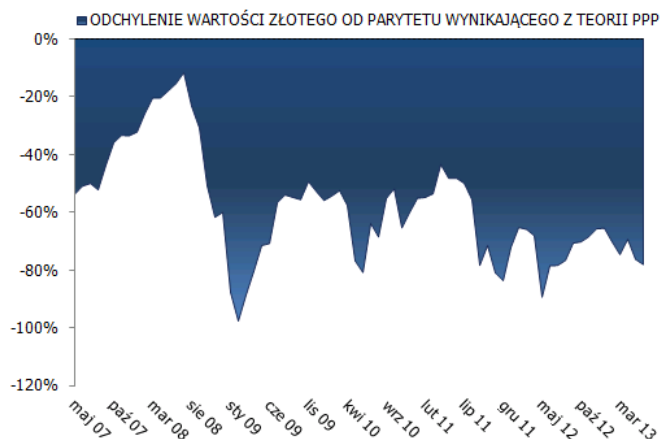
Rys. 25. Wskaźnik 30-dniowej, annualizowanej zmienności



Rys. 26. Waluty regionu względem euro (100 = 1 sty 2013 r.)

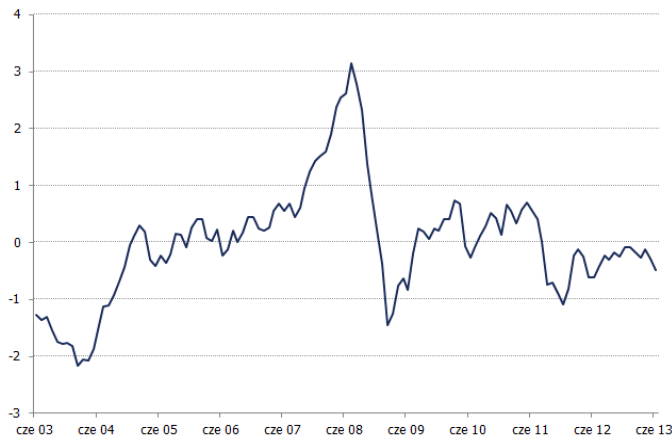
WYCENA FUNDAMENTALNA

PPP



Rys. 27. Odchylenie kursu USD/PLN od parytetu wynikającego z PPP

REER

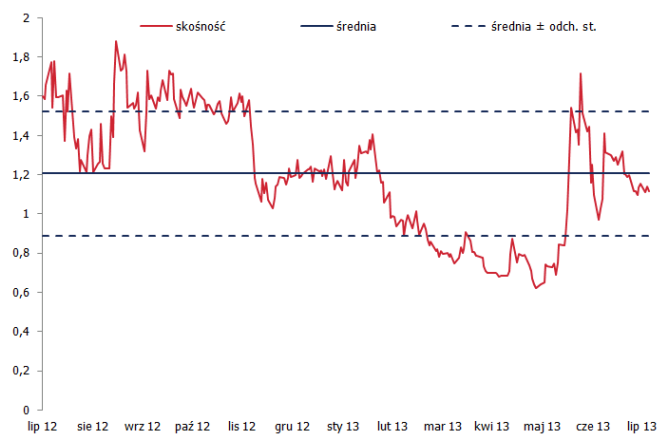


Rys. 28. Statystyka z score dla REER złotego

Złoty, podobnie jak inne waluty regionu, charakteryzowany jest przez bardzo znaczne niedowartościowanie (względem USD ok. 80 proc.), które jest przesłanką do długofalowej aprecjacji. Relacja kursu REER i długoterminowej średniej wskazuje na neutralną wycenę polskiej waluty. W ostatnim miesiącu kurs jednak odchylił się nieco od średniej, wskazując na lekki wzrost niedowartościowania.

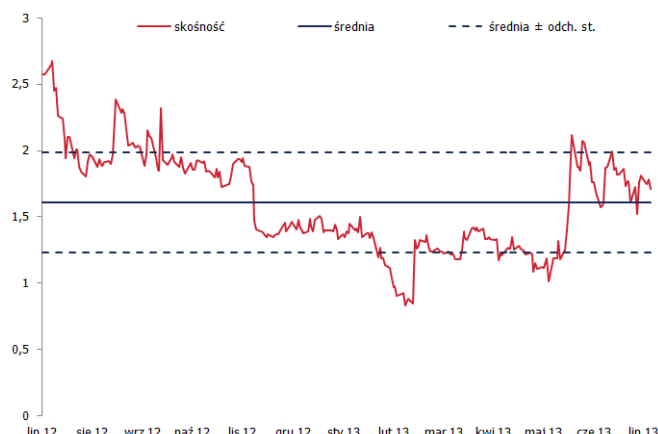
SKOŚNOŚĆ STRATEGII KORYTARZOWEJ

EUR/PLN



Rys. 29. Skośność strategii korytarzowej

USD/PLN



Rys. 30. Skośność strategii korytarzowej

W ostatnim miesiącu skośności dla EUR/PLN i USD/PLN powróciły w okolice rocznych średnich. Obecnie dla kursu EUR/PLN znajduje się ona nieco poniżej średniej, a dla USD/PLN powyżej, co sugeruje większą przestrzeń do aprecjacji złotego względem euro.

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES	TMS	KONSENSUS POPRZEDNIO	
12 lip	Podaż pieniądza M3 (r/r)	czerwiec	7,00%	6,70%	6,50%
12 lip	Saldo obrotów bieżących (w mln EUR)	maj	163	-193	468
12 lip	Eksport (w mln EUR)	maj	13050	12930	13279
12 lip	Import (w mln EUR)	maj	12550	12725	12678
15 lip	Inflacja CPI	czerwiec	0,30%	0,30%	0,50%
16 lip	Zatrudnienie (r/r)	czerwiec	-0,90%	-0,90%	-0,90%
16 lip	Przeciętne wynagrodzenie brutto (r/r)	czerwiec	2,30%	2,25%	2,30%
16 lip	Inflacja bazowa	czerwiec	1,00%	0,90%	1,00%
17 lip	Inflacja PPI (r/r)	czerwiec	-1,10%	-1,80%	-2,50%
17 lip	Produkcja przemysłowa (r/r)	czerwiec	1,50%	1,50%	-1,80%
17 lip	Produkcja budowlana (r/r)	czerwiec	-16,40%	-21,05%	-27,50%
23 lip	Sprzedaż detaliczna (r/r)	czerwiec	0,40%	0,95%	0,50%
23 lip	Stopa bezrobocia	czerwiec	13,10%	13,20%	13,50%

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES	ODCZYT	KONSENSUS POPRZEDNIO	
13 cze	Inflacja CPI	maj	0,50%	0,70%	0,80%
14 cze	Podaż pieniądza M3 (r/r)	maj	6,50%	6,50%	7,20%
14 cze	Inflacja bazowa	maj	1,00%	1,20%	1,10%
17 cze	Saldo obrotów bieżących (w mln EUR)	kwiecień	468	0	-200
17 cze	Eksport (w mln EUR)	kwiecień	13279	0	12764
17 cze	Import (w mln EUR)	kwiecień	12678	0	13037
18 cze	Zatrudnienie (r/r)	maj	-0,90%	-1,00%	-1,00%
18 cze	Przeciętne wynagrodzenie brutto (r/r)	maj	2,30%	2,55%	3,00%
19 cze	Inflacja PPI (r/r)	maj	-2,50%	-2,50%	-2,00%
19 cze	Produkcja przemysłowa (r/r)	maj	-1,80%	-1,90%	2,70%
19 cze	Produkcja budowlana (r/r)	maj	-27,50%	-21,70%	-23,10%
25 cze	Sprzedaż detaliczna (r/r)	maj	0,50%	0,00%	-0,20%
25 cze	Stopa bezrobocia	maj	13,50%	13,70%	14,00%

SEZONOWOŚĆ W NOTOWANIACH ZŁOTEGO

Tablica sezonowości: kurs EUR/PLN													
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	
2013	2,9%	-1,1%	0,7%	-0,4%	2,8%	1,1%							2013
średnia	0,5%	-0,3%	0,4%	-0,9%	0,8%	0,2%	-1,1%	1,0%	0,9%	-0,5%	0,1%	-0,1%	średnia
2012	-5,5%	-2,1%	0,5%	0,6%	5,2%	-3,8%	-2,5%	1,4%	-1,3%	0,5%	-0,8%	-0,6%	2012
2011	-0,8%	0,6%	1,7%	-2,4%	0,5%	0,7%	0,5%	3,6%	6,8%	-0,5%	2,4%	-0,8%	2011
2010	-1,3%	-2,6%	-2,1%	1,7%	3,8%	1,8%	-3,3%	-0,1%	-1,0%	0,1%	1,4%	-1,5%	2010
2009	7,6%	4,1%	-0,2%	-4,5%	1,8%	-1,3%	-6,8%	-1,2%	2,7%	1,1%	-2,1%	-1,4%	2009
2008	0,3%	-2,4%	-0,1%	-1,8%	-2,2%	-0,8%	-4,2%	3,8%	1,9%	4,1%	7,0%	9,8%	2008
2007	2,1%	0,0%	-1,3%	-1,9%	0,8%	-1,5%	0,8%	1,1%	-1,6%	-3,8%	-0,4%	-0,5%	2007
2006	-0,6%	-1,1%	3,7%	-1,4%	1,9%	3,2%	-3,1%	0,1%	0,6%	-2,5%	-1,4%	0,3%	2006
2005	-0,5%	-4,2%	5,3%	4,6%	-2,7%	-3,1%	0,7%	-1,3%	-2,3%	1,1%	-1,3%	-1,8%	2005
2004	2,3%	1,6%	-2,8%	1,1%	-3,1%	-3,2%	-3,0%	2,0%	-1,8%	-0,9%	-3,3%	-2,4%	2004
2003	2,4%	2,9%	5,7%	-4,6%	2,9%	2,4%	-3,1%	0,1%	5,6%	1,8%	0,6%	-0,2%	2003
2002	1,7%	2,2%	-2,4%	0,5%	4,4%	7,0%	2,1%	-1,2%	1,0%	-2,8%	0,2%	0,8%	2002
2001	-1,5%	-2,1%	-3,5%	-2,2%	-4,1%	1,0%	9,4%	3,5%	-0,3%	-4,3%	-1,1%	-3,1%	2001
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	

Legenda

<-6%

(-6%;-3%)

(-3%;1%)

(1%;5%)

(5%;8%)

>8%

Tablica sezonowości: kurs USD/PLN													
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	
2013	-0,1%	2,9%	2,5%	-3,0%	4,1%	1,0%							2013
średnia	1,7%	-0,5%	-0,1%	-1,6%	1,6%	-0,3%	-1,7%	1,1%	0,2%	-0,4%	-0,1%	-1,5%	średnia
2012	-6,3%	-4,0%	0,4%	1,3%	12,7%	-5,7%	-5,0%	-1,0%	-3,4%	-0,2%	-1,0%	-2,1%	2012
2011	-3,1%	-0,2%	-0,8%	-6,6%	3,3%	0,0%	1,2%	3,8%	14,6%	-3,9%	5,5%	2,8%	2011
2010	2,1%	-1,0%	-1,2%	3,4%	12,2%	2,3%	-9,4%	2,9%	-7,9%	-2,2%	8,9%	-4,4%	2010
2009	17,3%	5,3%	-4,6%	-4,4%	-4,9%	-0,4%	-8,3%	-1,7%	0,5%	0,5%	-4,0%	3,3%	2009
2008	-1,0%	-4,8%	-4,3%	0,0%	-2,0%	-2,1%	-3,3%	10,4%	6,1%	15,2%	7,3%	-0,3%	2008
2007	3,6%	-1,5%	-2,1%	-4,3%	2,2%	-1,8%	-0,6%	1,5%	-5,6%	-5,4%	-1,9%	-0,1%	2007
2006	-3,0%	0,8%	2,1%	-5,4%	0,5%	3,3%	-2,9%	-0,2%	1,7%	-3,1%	-5,2%	0,9%	2006
2005	3,5%	-5,7%	7,5%	5,4%	1,7%	-1,4%	0,6%	-3,2%	0,4%	1,3%	0,3%	-2,2%	2005
2004	3,2%	1,5%	-1,3%	3,8%	-4,8%	-3,4%	-1,4%	0,4%	-3,8%	-3,6%	-6,9%	-4,5%	2004
2003	-0,2%	2,6%	4,5%	-6,8%	-2,3%	4,6%	-0,8%	2,5%	-0,5%	2,2%	-3,2%	-4,4%	2003
2002	5,3%	1,4%	-2,8%	-3,0%	0,8%	0,7%	3,4%	-1,3%	0,5%	-2,9%	-0,5%	-4,6%	2002
2001	-1,22%	-1%	1%	-3,1%	0,4%	0,7%	6,4%	-0,8%	-0,2%	-3,2%	-0,6%	-2,4%	2001
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	

Legenda

<-6%

(-6%;-3%)

(-3%;1%)

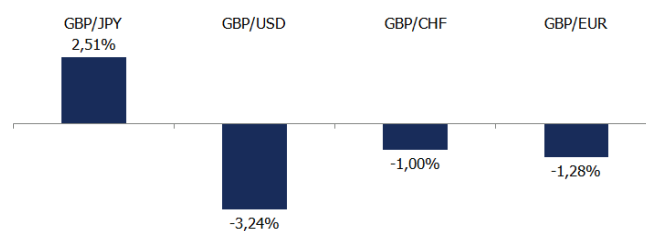
(1%;5%)

(5%;8%)

>8%

FUNT SZTERLING

Gubernator Banku Anglii Mark Carney zdołał przekonać członków komitetu polityki pieniężnej, między innymi Davida Milesa i Paula Fishera, do jednomyślnego głosowania przeciwko zwiększeniu pakietu stymulacyjnego (9 głosów przeciw, 0 za). Jego wartość została utrzymana na poziomie 375 miliardów funtów. Poprzedni przewodniczący MPC Mervyn King był zwolennikiem zwiększania pakietu stymulacyjnego, jednak jego poglądy były podzielane przez mniejszość komitetu w związku z czym był regularnie przegłosowywany. Carney jest zwolennikiem *forward guidance*, czyli obietnicy utrzymania stóp procentowych na niskim poziomie.

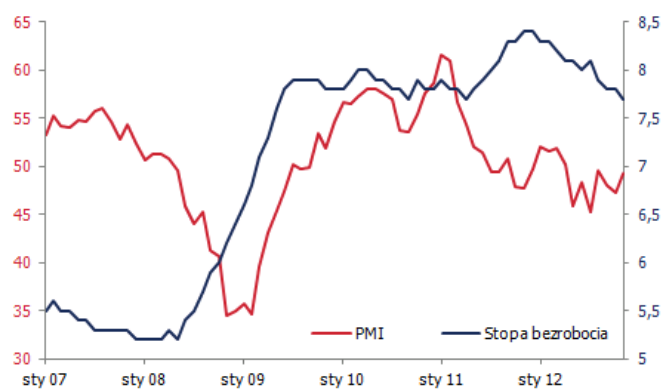


Rys. 31. Zmiany kursów 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/GBP	0,86	0,85	0,84
GBP/USD	1,50	1,48	1,46

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

Utrzymywanie niskich stóp trwałoby tak długo aż gospodarka osiągnie pewną stopę bezrobocia czy dynamikę inflacji. Obecnie główna stopa procentowa pozostaje na rekordowo niskim poziomie (0,5 proc.). Optymistyczne dla brytyjskiej gospodarki były dane dotyczące wniosków o zasiłek dla bezrobotnych. Przewidywany spadek liczby wniosków wynosił 8 tys., natomiast faktyczny odczyt wyniósł – 21,2 tys. Indeks PMI dla przemysłu ulepszał się na poziomie 52,5, a PMI dla usług 56,9. Wymienione dane wskazują nadchodzącą poprawę koniunktury.

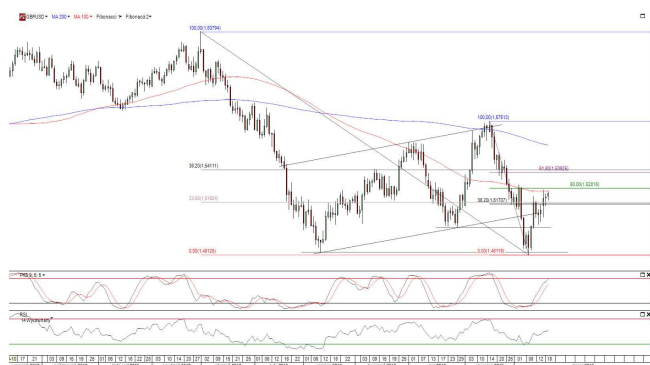


Rys. 32. PMI dla przemysłu i stopa bezrobocia

POLITYKA PIENIĘŻNA BANKU ANGLII

Inflacja (r/r)	Cel inflacyjny	Benchmarkowa stopa procentowa		Następna decyzja	
%	%	nominalna	realna	data	prognoza
2,90	2,00	0,50	-2,40	1 sierpnia	0,50

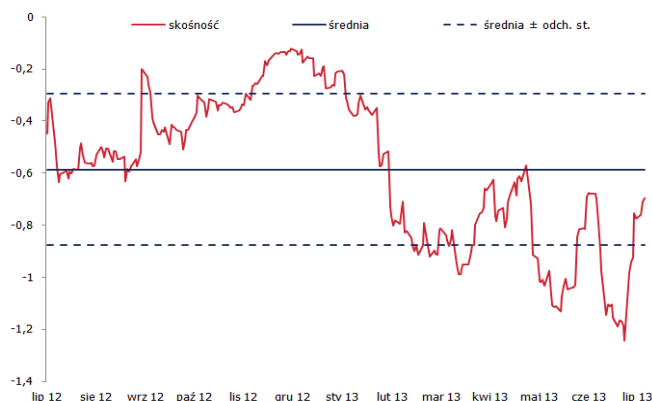
SYTUACJA TECHNICZNA: GBP/USD



Rys. 33. Wykres dzienny kursu GBP/USD

Kurs GBP/USD na początku lipca naruszył marcowe minima na 1,4830, tym samym znalazł się na najniższym poziomie od połowy 2010 roku. Późniejsze wzrosty dotarły do oporu (1,5260 – 1,5270) wyznaczonego przez 100- dzienną średnią kroczącą i 50- procentowe zniesienie Fibonacciego rozpoczętej w czerwcu fali spadkowej. Kolejny ważny opór wyznaczają zgrupowane zniesienia Fibo oraz lokalne maksima z kwietnia bieżącego roku (1,54).

SENTYMENT RYNKOWY



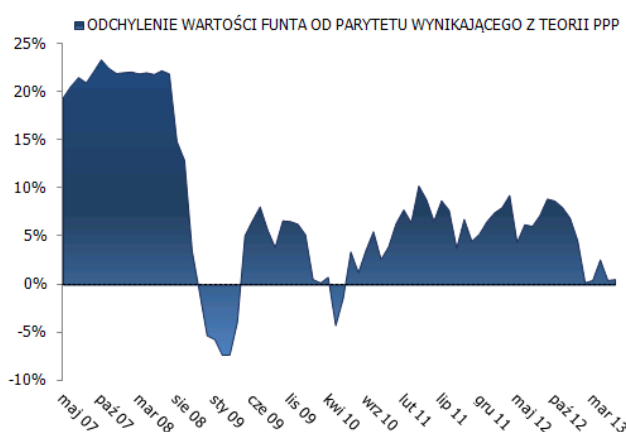
Rys. 34. Skośność strategii korytarzowej



Rys. 35. Pozycja spekulacyjna netto (z-score)

Po osiągnięciu skrajnie niskiego poziomu, pozycje spekulacyjne netto ponownie wzrosły. Sentyment w stosunku do brytyjskiej waluty wyrażany przez skośność strategii korytarzowej również poprawił się, co obrazuje ponowy wzrost skośności pod długoterminową średnią.

WYCENA FUNDAMENTALNA



Rys. 36. Odchylenie wartości funta od parytetu wynikającego z PPP



Rys. 37. Statystyka z score dla REER funta

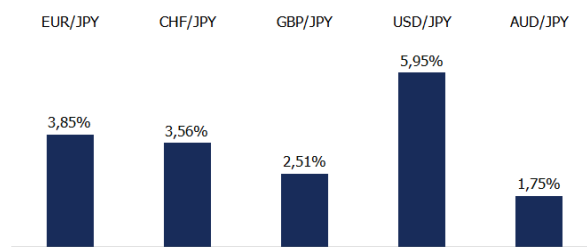
Funt podobnie jak euro pozostaje nieznacznie przewartościowany względem dolara w świetle teorii PPP, natomiast wycena jego oparta o realny efektywny kurs walutowy (REER) wskazuje na niedowartościowanie.

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
24 sie	Wskaźnik zamówień wg CBI	lipiec
29 sie	Sprzedaż detaliczna	lipiec
01 sie	Indeks PMI dla przemysłu	lipiec
01 sie	Decyzja ws. stóp procentowych	sierpień
14 sie	Wnioski o zasiłek	lipiec
14 sie	Protokół z posiedzenia BoE	sierpień

JEN JAPOŃSKI

Podczas konferencji prasowej Haruhiko Kuroda oznajmił, że Bank Japonii będzie w stanie osiągnąć swój cel inflacyjny 2 proc. w ciągu około dwóch lat. Japoński rynek kredytów odnotowuje największy roczny wzrost w ciągu czterech lat w czerwcu co sugeruje agresywną politykę monetarną. Perspektywy gospodarcze są pobudzane popytem na fundusze dla nowych inwestycji. Agresywny plan ma zachęcić banki do przeznaczania pieniędzy na pożyczki i aktywa ryzykowne zamiast skupiać się na niskiego ryzyka i niskiego zwrotu obligacjach rządowych. Stanowi on część strategii banku centralnego w celu pobudzenia wzrostu gospodarczego i inflacji.

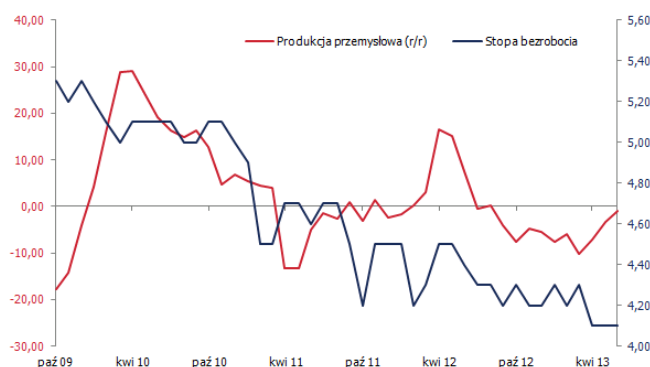


Rys. 38. Zmiany kursów 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/JPY	132	133	141
USD/JPY	102	105	115

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

Spadek cen energii i surowców wpływa częściowo na lekką obniżkę prognoz inflacji. Inflacja CPI w ujęciu rocznym spadła z -0,7 do -0,3 proc. Indeks PMI obrazujący aktywność sektora przemysłowego w czerwcu wyniósł 52,3 pkt., co oznacza wzrost aktywności w stosunku do poprzedniego miesiąca (51,5 pkt.). Indeks Tankan dla przemysłu wzrósł powyżej zera po raz pierwszy od dwóch lat. W czerwcu zanotował wzrost z -8 do 4 pkt. Produkcja przemysłowa w maju zanotowała 1 proc. wzrost do 1,9 proc. Niewielki spadek o 1,4 pkt. indeksu zaufania konsumentów, który wyniósł w czerwcu 44,3 pkt.

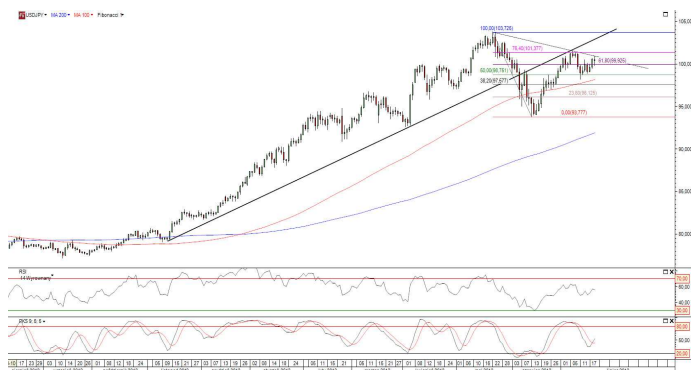


Rys. 39. Stopa bezrobocia i produkcja przemysłowa

POLITYKA PIENIĘŻNA BANKU JAPONII

Inflacja (r/r) %	Cel inflacyjny %	Benchmarkowa stopa procentowa nominalna	Benchmarkowa stopa procentowa realna	Następna decyzja data	Następna decyzja prognoza
-0,30	2,00	0,10	0,40	8 września	0,10

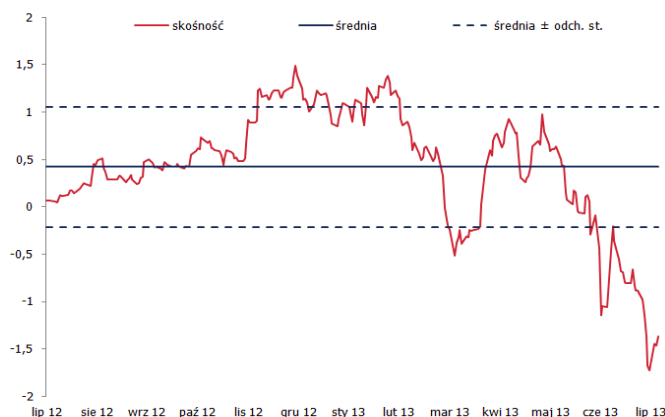
SYTUACJA TECHNICZNA: USD/JPY



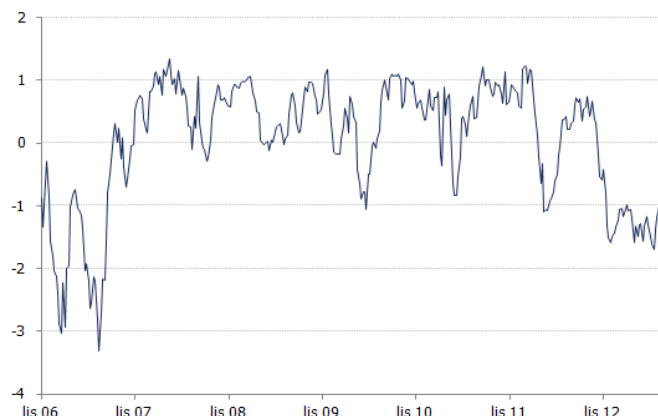
Rys. 40. Wykres dzienny kursu USD/JPY

Wzrosty kursu USD/JPY powstrzymane zostały przez 76,4 procentowe zniesienie Fibonacciego ruchu spadkowego z przełomu maja i czerwca. Obecna sytuację można również interpretować jako ruch powrotny do przebitej linii trendu poprowadzonej od dołka z listopada ubiegłego roku. O trendzie spadkowym moglibyśmy jednak mówić dopiero po wybiciu dołków na 94 i 91. Najbliższy opór znajduje się na 101,5, a wsparcie na 98.

SENTYMENT RYNKOWY



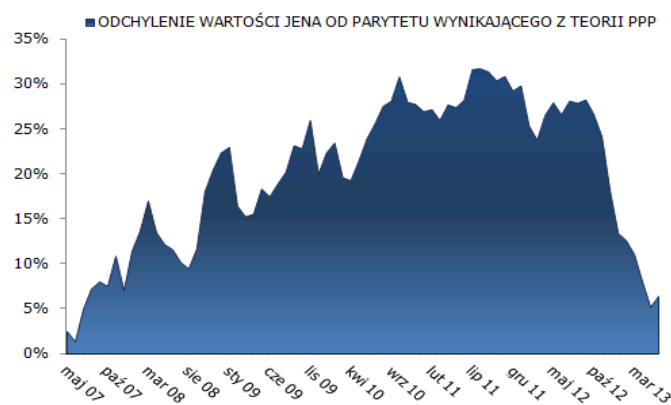
Rys. 41. Skośność strategii korytarzowej



Rys. 42. Pozycja spekulacyjna netto (z-score)

Dynamika procesu spadku pozycji spekulacyjnych netto wyhamowała i ustabilizowała się między 1 a 1,5 odchylenia standardowego poniżej średniej. Silnie spadła natomiast skośność strategii korytarzowej (do ok. 1,5 odchylenia standardowego), co wskazywać może brak przestrzeni do dalszej aprecjacji jena.

WYCENA FUNDAMENTALNA



Rys. 43. Odchylenie wartości jena od parytetu wynikającego z PPP



Rys. 44. Statystyka z-score dla REER jena

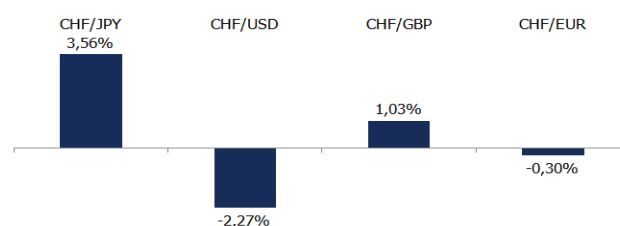
W dłuższym terminie pole do deprecjacji jena zmniejsza się z miesiąca na miesiąc. Wskazują na to wartość statystyki z-score dla realnego efektywnego kursu walutowego (neutralna wycena), jak i obliczenia bazujące na teorii PPP. Przewartościowanie jena w świetle drugiej koncepcji spadło w ostatnich miesiącach do około 6 proc.

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
24 lip	Handel zagraniczny	czerwiec
26 lip	Inflacja konsumencka	czerwiec
29 lip	Sprzedaż detaliczna	czerwiec
30 lip	Stopa bezrobocia	czerwiec
30 lip	Produkcja przemysłowa	czerwiec
31 lip	Indeks PMI dla przemysłu	lipiec

FRANK SZWAJCARSKI

Ostatnie spotkanie władz monetarnych nie przyniosło żadnych zmian – utrzymano przedział 3-miesięcznej stopy LIBOR na poziomie 0,0 – 0,25 proc. oraz minimalny poziom kursu EUR/CHF na 1,20. Prezes SNB Thomas Jordan potwierdził, że obrona kursu franka jest priorytetowym zadaniem banku, szczególnie w obecnym otoczeniu. Po posiedzeniu nie padł żaden komentarz a propos wprowadzenia ujemnego oprocentowania depozytów składanych przez banki komercyjne w SNB. Kurs EUR/CHF rośnie od posiedzenia SNB i obecnie wynosi 1,23.

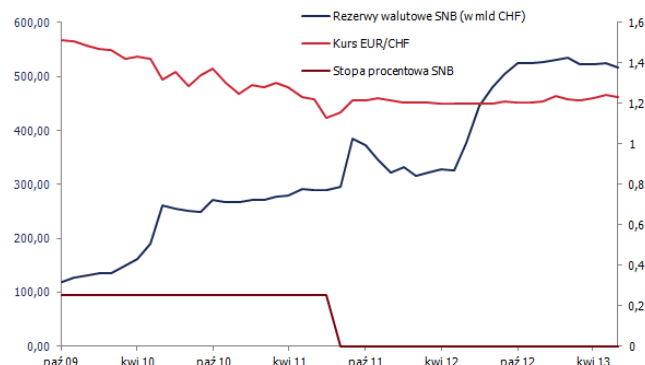


Rys. 45. Zmiany kursów 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/CHF	1,25	1,24	1,29
USD/CHF	0,96	0,98	1,05

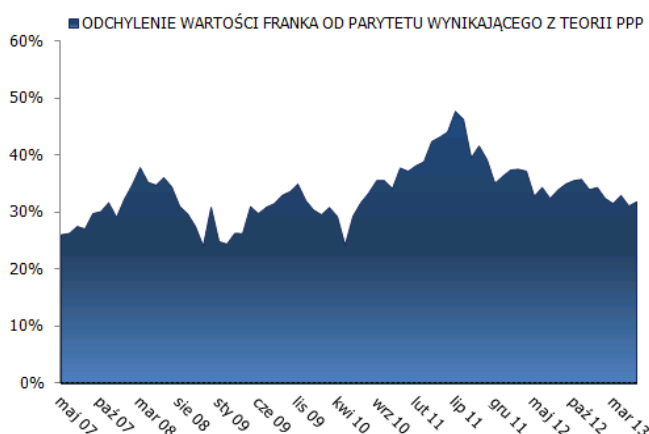
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

Umowa o wolnym handlu zawarta pomiędzy Helwetami a Państwem Środka jest powodem wzrostu optymizmu wśród szwajcarskich przedsiębiorstw, który z pewnością wygeneruje impuls wzrostowy. Naszą opinię potwierdza wzrost indeksu KOF, który wyniósł nieznacznie mniej niż oczekiwania rynku. Wzrost ten jest zaskakujący, ponieważ na nastroje w proeksportowej gospodarce Szwajcarii wpływ miała sytuacja w Eurolandzie, jednak tym razem jego znaczenie było neutralne.

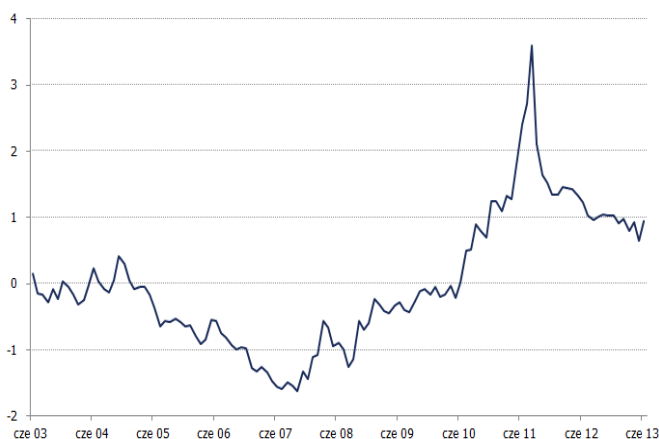


Rys. 46. Polityka monetarna SNB

WYCENA FUNDAMENTALNA



Rys. 47. Odchylenie wartości franka od parytetu wynikającego z PPP



Rys. 48. Statystyka z score dla REER franka

Pomimo nieznacznego oddalenia się kursu EUR/CHF na północ od poziomu 1,20 w świetle teorii PPP frank pozostaje niezmiennie przewartościowany o ok 30 proc. Realny efektywny kurs walutowy również wskazuje na znaczne przewartościowanie i odbiega od średniej o około jedno odchylenie standardowe.

POLITYKA PIENIĘŻNA SZWAJCARSKIEGO BANKU NARODOWEGO

Inflacja (r/r) %	Cel inflacyjny %	Benchmarkowa stopa procentowa		Następna decyzja	
		nominalna	realna	data	prognoza
-0,10	< 2,00	0	0,10	19 września	0

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
31 lip	Indeks instytutu KOF	lipiec
01 sie	Indeks PMI dla przemysłu	lipiec
07 sie	Inflacja konsumencka	lipiec
08 sie	Sytuacja na rynku pracy	lipiec
12 sie	Sprzedaż detaliczna	czerwiec
14 sie	Inflacja producencka	lipiec

PROGNOZY TMS

	III kw. 13	IV kw. 13	I kw. 14	II kw. 14	III kw. 14
EUR/PLN	4,25	4,22	4,20	4,17	4,15
USD/PLN	3,27	3,32	3,34	3,36	3,37
EUR/USD	1,30	1,27	1,26	1,24	1,23

Departament Analiz:

Tel: +48 (22) 529 76 38

Bartosz Sawicki	Analityk	tel: +48 603 307 161	e mail: bs@tms.pl
Szymon Zajkowski	Analityk		e mail: sz@tms.pl
Marcin Pietrzak	Młodszy Analityk		e mail: mpi@tms.pl

Prezentowany raport jest wynikiem analiz prowadzonych przez Dom Maklerski TMS Brokers S.A. i, choć sporządzony został na podstawie wiarygodnych źródeł informacji, TMS Brokers nie gwarantuje kompletności, dokładności i poprawności danych w nich zawartych. Dystrybucja raportu ogranicza się do klientów, z którymi TMS Brokers podpisał odpowiednie umowy świadczenia usług, jak również użytkowników serwisów informacyjnych, w tym serwisów internetowych udostępnianych przez TMS Brokers. TMS Brokers nie ponosi odpowiedzialności za działania podjęte na podstawie rekomendacji, prognoz, przewidywań i jakichkolwiek informacji zawartych w prezentowanym raporcie o ile przy ich przygotowaniu TMS Brokers dołożył należytej staranności. Szczegółowe informacje dotyczące TMS Brokers, zasad sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji, źródeł informacji, określenia odbiorców rekomendacji, terminologii fachowej, konfliktów interesów, jak również częstotliwości wydawania i ważności rekomendacji, wskazane zostały na stronach internetowych www.tms.pl w części „zastrzeżenia”.

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., Al. Jerozolimskie 123 A, 02-017 Warszawa
tel. (22) 529 76 30, fax (22) 529 76 39, dommaklerski@tms.pl, www.tms.pl

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., podlega Komisji Nadzoru Finansowego. Spółka zarejestrowana przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000204776
Kapitał zakładowy: 3.530.560 zł, kapitał wpłacony: 3.530.560 zł, NIP: 526-27-59-131, REGON: 015715078